

Globale Wachstumsabschwächung oder konjunkturelle Atempause? Griechenland hält die Finanzwelt in Atem

- Die jüngste Freigabe von Hilfskrediten an Griechenland bringt eine kurze Atempause; von einer Lösung der europäischen Schuldenkrise sind wir weit entfernt
- Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine globale Wachstumsabschwächung, nicht aber eine neuerliche Rezession hin
- Die Inflation schwächt sich ab, die Zinsen werden länger als erwartet tief bleiben
- An den Aktien- und Obligationenmärkten ist Selektion angesagt, mit defensiven Titeln und Unternehmensanleihen als Favoriten

Im Banne Griechenlands

Griechenland, mit einem Anteil von gut einem halben Prozent am Weltbruttosozialprodukt, hält die Finanzmärkte in Atem. Man fühlt sich unweigerlich an die Theorie komplexer Systeme erinnert, wonach etwa ein Flügelschlag eines Schmetterlings irgendwo auf der Welt einen Tornado auf einem anderen Kontinent auslösen kann. Um ein grösseres Beben an den Finanzmärkten zu verhindern, haben die EU und der IWF eine weitere Tranche des Hilfspaketes für Griechenland freigegeben. Das eigentliche Motiv für diese Rettungsaktion war wohl primär die Sorge um ein Überspringen des Flächenbrandes auf andere periphere Staaten Europas, die an den Kapitalmärkten immer mehr Mühe bekunden, ihre ausufernden Staatsdefizite zu finanzieren. Zwar weiss mittlerweile jeder, dass Griechenland seine Schulden nie wird vollständig zurückzahlen können. Man spielt jedoch auf Zeit, in der Hoffnung, dass Irland, Portugal und auch Spanien ihre öffentlichen Haushalte zumindest teilweise ins Lot bringen können. Gleichzeitig will man den grossen Europäischen Banken eine Verschnaufpause geben, ihr Eigenkapital erhöhen zu können, um in ein oder zwei Jahren ein Teilmoratorium Griechenlands ohne Destabilisierung der Finanzmärkte zu überstehen.

Die von EU und dem IMF bereitgestellten Mittel dienen fast ausschliesslich der Refinanzierung der fällig werdenden griechischen Staatsanleihen. Griechenland wird nur für die Refinanzierung fälliger Anleihen und Zinszahlungen in der 2. Jahreshälfte 2011 rund EUR 35 Mia., 2012 44.7 Mia., 2013 40 Mia. und 2014 ebenfalls 40 Mia. benötigen. Entsprechend wird es nötig sein, dass EU und IMF, wie dies geplant ist, ein weiteres Hilfspaket von über EUR 100 Mia. schnüren.

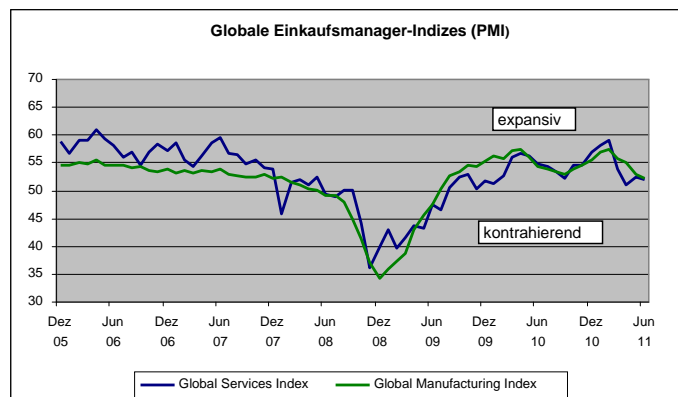
Griechenland und andere Wackelkandidaten mit hoher Verschuldung werden in den nächsten Jahren wohl immer wieder für Irritationen an den Finanzmärkten sorgen. Entscheidend für die Stabilität des EURO wird vor allem sein, ob es gelingt, das Schuldenproblem auf Griechenland zu isolieren, zumal die anderen kritischen Euro-Staaten (Irland, Portugal und Spanien) durchaus intakte Chancen haben, mit rigorosen Sparprogrammen auf mittlere Frist eine Konsolidierung der Staatsverschuldung zu erreichen. Eine nachhaltige Erholung des Euros gegenüber dem Schweizerfranken (vgl. Graphik 2) ist deshalb trotz fundamentaler Unterbewertung des Euro vorerst kaum zu erwarten, zumal Hedge Fonds mit gütiger Schützenhilfe der Rating-Agenturen im engen Frankenmarkt ein willkommenes Tummelfeld für Wetten gegen den Euro gefunden haben.

Globale wirtschaftliche Erholung verliert an Dampf

Die wirtschaftliche Entwicklung hat sich im 2. Quartal 2011 in zahlreichen Ländern verlangsamt und auch die vorlaufenden Indikatoren weisen mehrheitlich nach unten. Ist dies der Beginn einer anhaltenden Konjunkturverlangsamung oder nur eine vorübergehende Wachstumsschwäche? Die Bremswirkungen dürften in den entwickelten Staaten insbesondere auf zwei Faktoren zurückgehen: Die Folgen des Erdbebens in Japan haben weltweit in einigen Industrien aufgrund von Lieferschwierigkeiten bei wichtigen Komponenten (z.B. Elektronik) zu Produktionsunterbrüchen geführt. Im weiteren haben die stark gestiegenen Erdölpreise nicht nur zu höheren Produktionskosten geführt, sondern auch die Kaufkraft der Konsumenten für andere Güter ver-

ringert. So wurde beispielsweise von J.P. Morgan berechnet, dass die höheren Energiepreise das Wachstum in den USA auf Jahresbasis um rund 0.5% bis 0.8% reduziert haben. Da mittlerweile die Energiepreise deutlich nach unten korrigierten, fällt ein wichtiger konjunkturhemmender Faktor für die kommenden Quartale weg.

Ein ganz anderes Bild zeigt sich in den aufstrebenden Staaten. Während etwa die Amerikaner nicht wissen, wie sie die Konjunktur wieder zum Laufen bringen, stellt sich in diesen Ländern das Problem, wie man Inflation und lokale Immobilienblasen unter Kontrolle halten kann. So hat etwa in Indien, China und auch Brasilien die Konjunktur trotz mehrmaligen Zinserhöhungen und anderen geldpolitischen Bremsversuchen bislang nur wenig an Dynamik verloren. Gesamthaft ergibt sich ein Bild, wonach in den USA, Europa, Japan und selbst China die vorlaufenden Indikatoren (insbesondere die Indizes, welche die Erwartungen der Einkaufs-Manager, abgekürzt PMI, ausdrücken) auf eine Verlangsamung der Konjunktur hinweisen (sich Graphik 1).



Graphik 1, Quelle: Bloomberg

Negative Realverzinsung bei moderater Inflation

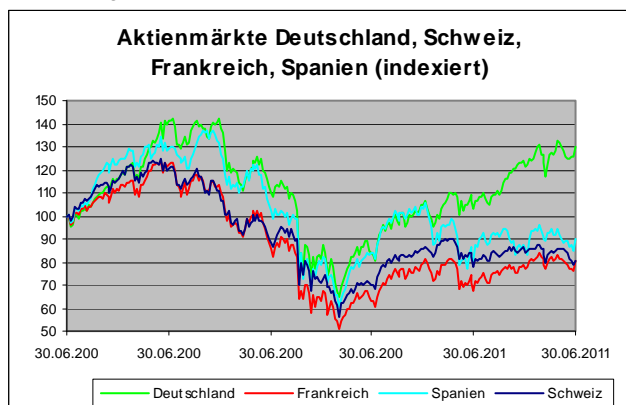
Angesichts des flauen wirtschaftlichen Wachstums und der desolaten Staatsfinanzen sind den Notenbanken weitgehend die Hände gebunden, auch wenn die EZB mit homöopathischen Zinserhöhungen krampfhaft ihre geldpolitische Autonomie zu markieren sucht. Es macht ganz den Eindruck, dass die Zinsen in den alten Industrieländern auf längere Zeit tief bleiben werden. Ohne weitere massive Preissteigerungen bei Energieträgern werden die Inflationsraten in den kommenden 12 Monaten fallen. Dies bedeutet für Sparer auf mittlere Sicht wenig Gutes. Ähnlich wie bei hoher Inflation und hohen Zinsen zählen sie auch bei moderater Inflation und Zinsen nahe Null zu den Verlierern, da die reale Verzinsung negativ bleibt. Umgekehrt können die Schuldner, zu denen insbesondere auch die öffentlichen Haushalte zählen, die Zinslast der Verschuldung tief halten. Ungemütlich ist die Lage auch für die Schweizerische Nationalbank (SNB), welche die haussierenden Immobilienpreise mit gebetsmühlenartig wiederholten Hinweisen auf die Gefahr einer Preisblase kaum wirkungsvoll bremsen kann. Geldpolitisch angezeigte moderate Zinserhöhungen würden den Franken weiter stärken. Neuerliche Währungs-

verluste wären damit vorprogrammiert, wobei das verbliebene Eigenkapital der SNB von knapp CHF 30 Mia. bei einer weiteren Aufwertung des Frankens um rund 10% vollumfänglich weggeschmolzen wäre.

Die schweizerische Wirtschaft hat sich bislang trotz bärenstarkem Franken erstaunlich robust gezeigt. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Tourismus und Exportwirtschaft langsam aber sicher an ihre Schmerzgrenze gelangen und wir zeitverzögert bei vielen Exportwerten mit deutlichen Gewinneinbussen rechnen müssen. Auf diesem Hintergrund wird denn auch vermehrt der Ruf nach geldpolitischen Notstandsmassnahmen laut, wie etwa nach einer Anbindung des Schweizerfranken an den Euro (siehe Spezial unten).

Aktienmärkte: Seitwärts bei hoher Volatilität

Die vergangenen Monate waren durch massive Verschiebungen bei den Wechselkursen gekennzeichnet. Dies hat insbesondere auch die internationale Konkurrenzfähigkeit von Unternehmen verändert, die primär auf einzelnen nationalen Märkten produzieren. In den letzten Monaten haben Aktien von Unternehmen besonders gut abgeschnitten, die in Ländern mit schwachen Währungen beheimatet sind. So stiegen etwa der US-Aktienmarkt seit Jahresbeginn in Lokalwährung um 5 % und der deutsche Aktienmarkt um 6,7 %, während der schweizerische Aktienmarkt knapp 4% unter dem Stand zum Jahresende 2010 notiert. Die von den Unternehmen ausgewiesenen Gewinne werden in den kommenden Quartalen die Verschiebungen bei den Wechselkursen und der Standortattraktivität noch verstärkt widerspiegeln. Entsprechend favorisieren wir weiterhin die Aktienmärkte Deutschland, USA aber auch die nordischen Staaten, wobei ausgewählte klein- und mittelkapitalisierte Werte zu den



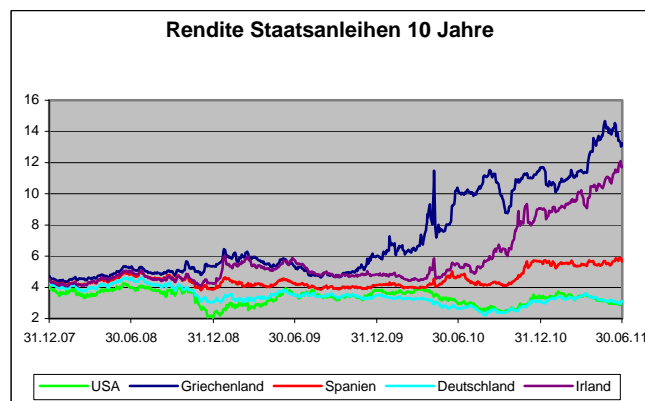
Graphik 2, Quelle: Bloomberg

Profiteuren der veränderten globalen Bedingungen gehören. Unter den Schwellenländern verspricht Asien weiterhin die grösste Wachstumsdynamik, während Russland aufgrund der tiefen Bewertung attraktiv bleibt.

Risiken von Obligationen: radikales Umdenken

Die Obligationenrenditen sind für deutsche und schweizerische Staatsanleihen nach einem Renditeanstieg im 1. Quartal wieder auf das anfangs Jahr erreichte Niveau zurückgefallen. US-Anleihen rentieren trotz allen Diskussionen um die Schuldnerqualität des amerikanischen Staates weniger als vor 6 Monaten. Diese Entwicklung erstaunt um so mehr, als noch vor wenigen Monaten die Anlagestrategen fast unisono von einem weiteren Renditeanstieg ausgegangen waren. Wir gehen davon aus, dass angesichts der sehr verhaltenen Wachstumsaussichten und der erwarteten rückläufigen Teuerung die Obligationenrenditen nur moderat steigen und auf absehbare Zeit auf einem historisch sehr tiefen Niveau verharren werden. Wie die nachstehende Grafik deutlich macht, sind in den letzten Monaten vor allem auch die Renditen von irischen Anleihen markant gestiegen, was für die Stabilität des Euros eigentlich nichts Gutes verrät.

Die Diskussionen um die Verschuldensproblematik in den meisten entwickelten Industriestaaten wie auch der Ablauf der Euro-Rettungsmanöver legen den Schluss nahe, dass bezüglich der Risiken von Staats- und Unternehmensanleihen radikal umgedacht werden muss: So findet man heute durchaus Argumente, dass ein global breit diversifiziertes Portfolio von Unternehmensanleihen weniger Risiken aufweist als eine Anlage in den Triple-A-Schuldner USA.



Graphik 3, Quelle: Bloomberg

Prof. Markus Ruffner/1.7.2011

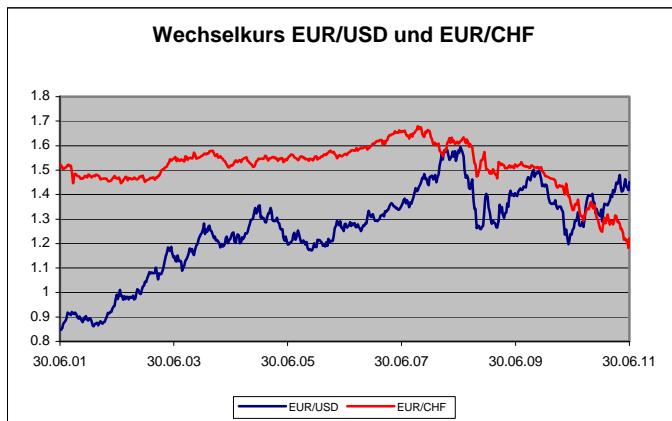
Spezial: Anbindung des Schweizer Franken an den Euro? – Wenn das so einfach wäre!

Jedermann der aktuell Ferien im Euro oder Dollarraum macht, wird feststellen, dass die Preise für Lebensmittel, Kleider und auch Autos im Ausland sehr günstig geworden sind. Auch kann man mittlerweile in Florida nahe zum Meer Häuser zu einem Preis kaufen, für den man hierzulande gerade noch knapp einen Hühnerstall bekommt. Euro und Dollar scheinen gegenüber dem Franken offenbar massiv unterbewertet zu sein.

In Anbetracht der hierzulande ungemütlichen Lage von Tourismus und Exportwirtschaft wurde in der öffentlichen Diskussion kürzlich die Anbindung des Schweizerfranken an den Euro vorgeschlagen, obwohl die Feststellung einer Überbewertung notabene keine eindeutige und wissenschaftlich unbestrittene Aufgabe ist. Eine Anbindung auf dem heutigen Niveau würde keinen Sinn machen, da damit das Problem für den Tourismus und die Exportindustrie zementiert würde. Wünschenswert wäre sicherlich ein Kurs von mindestens CHF 1.30 zum Euro.

Dem Nutzen eines höheren Euro-Wechselkurs stehen aber unweigerlich die massiven Kosten von fixen Wechselkursen gegenüber: Inflationsraten und vor allem die Zinssätze würden sich angleichen, wobei die SNB die Autonomie ihrer Geldpolitik verlieren würde. Besonders gravierend wären die Auswirkungen auf die Zinsen: vor allem die Hausbesitzer hätten wenig Freude an einem Zinsniveau wie im Euro-Raum, müssten sie doch mit einem Schlag mit einer Verdoppelung ihrer (variablen) Hypothekarzinsen rechnen.

Fazit ist, dass im Jahre 2010 die SNB im Prinzip versucht hat, quasi fixe Wechselkurse über Euro-Devisenkäufe durchzusetzen. Mit wenig Erfolg, wie wir mittlerweile wissen. Die SNB kann sich nicht im Alleingang erfolgreich gegen den Euro stemmen, ohne massive Währungsverluste zu riskieren. Auf die Schützenhilfe der EZB zu zählen, die andere Probleme zu meistern hat, erscheint illusorisch.



Graphik 4, Quelle: Bloomberg

Kapitalverkehrskontrollen schlicht undenkbar

Eine andere extreme Variante, um fixe Wechselkurse durchzusetzen, wäre ein schlichtes Verbot, die eigene Währung zu anderen Wechselkursen als den offiziellen Kursen zu handeln. Eine solche Massnahme wäre unweigerlich mit Kapitalverkehrskontrollen und einer Diskriminierung zwischen Inländern und Ausländern als Anknüpfungspunkt für Kapitalverkehrskontrollen verbunden.

In letzter Zeit haben insbesondere Schwellenländer wie Brasilien Kapitalzuflüsse durch eine Besteuerung der Zuflüsse zu verhindern versucht, um die Aufwertung der eigenen Währung und die Überhitzung der eigenen Wirtschaft zu bremsen.

Soll die Schweiz ähnliche Massnahmen ergreifen und wie würden diese im Detail aussehen? Grundsätzlich wird zwischen preis- und mengenbasierten Kontrollen unterschieden. Erstere bedeuten Transaktionssteuern (Brasilien) oder eine abschreckende Steuer auf ausländischen Guthaben, etwa im Stil einer Negativverzinsung, wie wir sie anfangs der 70er Jahre in der Schweiz erfolglos angewandt hatten.

Unter mengenbasierten Kontrollen verstehen wir Limiten, Bewilligungsvorschriften oder Verbote für Kapitalimporte, wie dies schon vor rund 80 Jahren von J. M. Keynes unter gewissen Voraussetzungen befürwortet wurde. So hat beispielsweise Taiwan kürzlich Restriktionen für Termingelder für Ausländer eingeführt und verschiedene (west)afrikanische Staaten kennen seit langem Kapitalverkehrskontrollen, um ihre Währung an den Euro anzubinden.

Abgesehen davon, dass Kapitalverkehrskontrollen gemäss internationalen Abkommen – wenn überhaupt – nur als ausserordentliche Massnahme erlaubt sind, stellt sich das Problem eines umfangreichen umgehungs- und korruptionsanfälligen administrativen Systems. Zudem müsste befürchtet werden, dass die Schweiz als eine der führenden internationalen Drehscheiben für Private Banking und Kapital massiv Schaden nehmen würde. Die Schweiz punkto Kapitalverkehrskontrolle in einer Reihe mit Chile, Kolumbien, Russland, Brasilien, etc.? Dies ist schlicht ein Ding der Unmöglichkeit! Was bleibt, ist die Ohnmacht der (Geld-)Politik gegenüber dem harten Schweizerfranken bzw. eine Schweiz die sich nicht entziehen kann, den Preis ihrer relativen Stabilität und ihres Erfolges auf internationalen Güter- und Kapitalmärkten mit einem starken Franken zu bezahlen.

Dr. Markus Hofmann/01.07.11

Empfehlung Anlagefonds: NPB/Finaport Dynamic Fixed Income Fund EUR

Produktbeschreibung

Die NPB hat zusammen mit der Finaport im März 2008 einen Fonds lanciert, der das ganze Spektrum von festverzinslichen Anlagen abdecken kann. Der Anlagefonds investiert in ein global diversifiziertes Portefeuille aus festverzinslichen Anlagen. Dabei wird das Diversifikations- und Ertragspotential innovativer Fixed Income Anlagestrategien im Sinne eines Multi-Manager-Ansatzes genutzt. Investitionen erfolgen primär in ein globales, festverzinsliches Kernportfolio. Zusätzlich wird in weitere Anlagen für festverzinsliche Werte investiert, die mittels innovativer Strategien unkorrelierte Renditen erzielen können, z.B. Versicherungsanleihen, strukturierte Zinsprodukte und Alternative Anlagen im Fixed Income Segment. Das Wechselkursrisiko wird im Fonds weitgehend abgesichert.

Die grosse Flexibilität in der Auswahl der möglichen Anlageinstrumente erlaubt es, dem jeweiligen Marktumfeld angepasst zu investieren. So können in verschiedenen Marktphasen ganz unterschiedliche Gewichtungen einzelner Marktsegmente im Fonds dominieren. Im aktuellen Umfeld grosser Unsicherheit in etlichen Europäischen Ländern bzw. deren Fähigkeit, ihre Schulden zu bedienen, ist die Gewichtung in Staatsanleihen sehr gering. Bevorzugt investiert wird daher aktuell einerseits in sorgfältig ausgewählte Unternehmensanleihen und andererseits in spezialisierte Fonds, die in hochverzinsliche Anleihen in den USA investieren. Detaillierte Angaben zur aktuellen Positionierung werden jeweils im monatlichen Bericht publiziert. Dieser kann auf dem Internet (www.npb-bank.ch) heruntergeladen oder bei uns angefordert werden.

Performance

Der Fonds hat die folgenden Resultate per 30.06.11 erzielt:
Seit Auflage: +15.88% (2011: 1.37%)

Ausblick

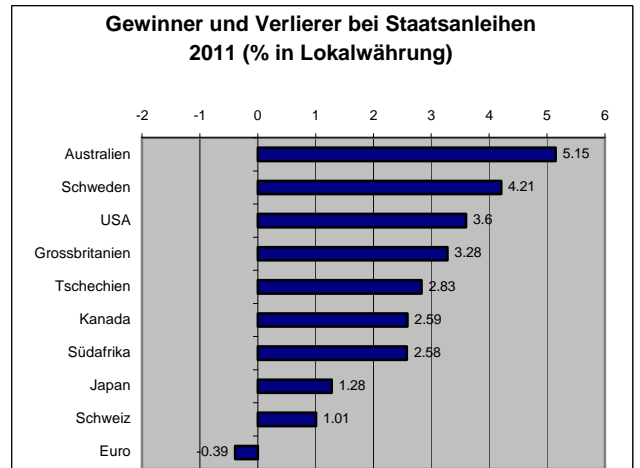
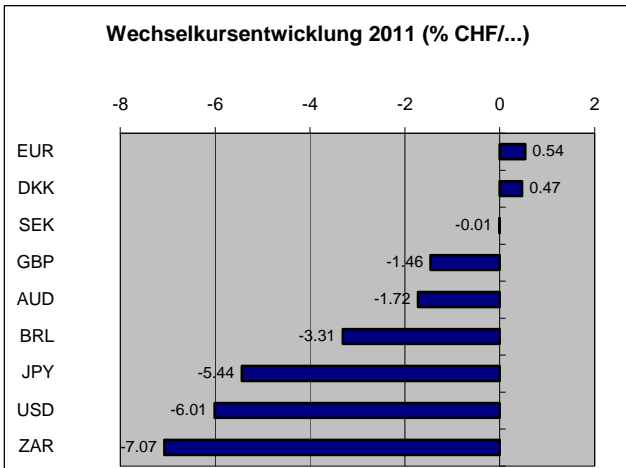
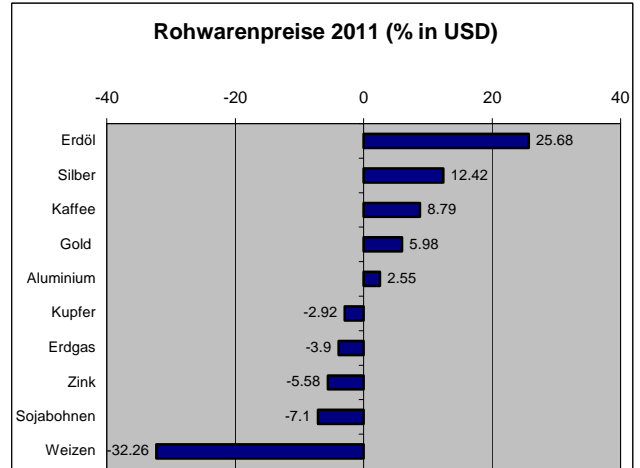
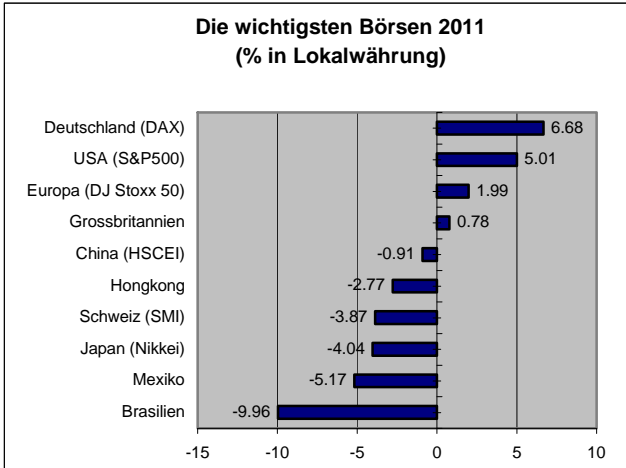
Das Geschehen an den Zinsmärkten dürfte weiterhin von der Schuldenkrise in Europa dominiert werden. Entsprechend der jeweiligen Nachrichtenlage zur Verfassung der einzelnen Länder werden sich die Zinsaufschläge der jeweiligen Staaten entwickeln. Um dieser Unsicherheit nicht ausgesetzt zu sein ist der Fonds nur marginal in Staatsanleihen investiert, vorab in stabile Länder ohne Probleme. Der Anlagefokus des Fonds liegt weiterhin auf Unternehmens- und Hochzinsanleihen. Um für allfällige Zinserhöhungen gewappnet zu sein wird zum einen nur in Papiere mit relativ kurzer Restlaufzeit investiert. Zusätzlich wird in Papiere mit variablem Zinscoupon investiert, deren Zinszahlungen sich dem jeweiligen Zinsniveau anpassen. Um von sich bietenden Opportunitäten profitieren zu können beträgt der Cash-Anteil im Fonds aktuell ca. 7%. Mit dieser Strategie sollte der Fonds weiterhin eine solide Wertentwicklung bieten und eignet sich daher als Basisanlage jedes Obligationen-Portefeuilles.

Eckwerte des Fonds

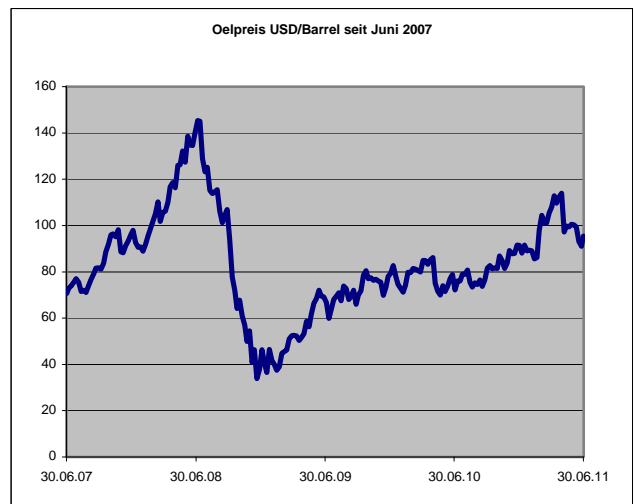
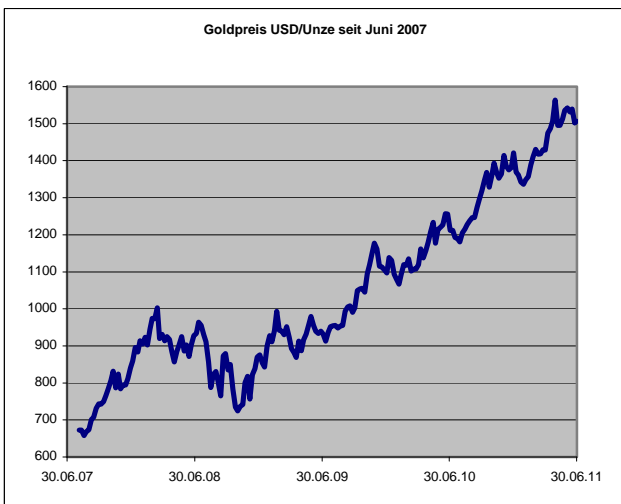
Lancierung:	7.03.2008
Erstausgabepreis:	EUR 100.-
Aktueller Preis (30.06.11):	EUR 112.15
Liquidität:	täglich
Fondsleitung:	LB (Swiss) Investment AG
Verwalter:	NPB Neue Privat Bank AG
Depotbank:	Bank Sarasin & Cie AG
Zahlstelle:	Bank Sarasin & Cie AG
Revision:	PriceWaterhouseCoopers

Michel Winkler/01.07.11

Entwicklung der Märkte im 1. Halbjahr 2011



Interessante Charts



Quelle: Bloomberg